



研究レポート

No.181

December

2003

中国人民元の為替政策に関する分析

主任研究員 柯 隆

富士通総研（FRI）経済研究所

【要旨】

- ・ 中国経済は目覚ましい発展を遂げているが、その結果、競争力強化による人民元為替相場の切り上げ要求が日米を中心に高まっている。その背景として、人民元為替相場の切り上げが行われれば、中国製品の輸出価格が上昇し、日米など中国の主用貿易相手国にとって中国からの「脅威」が幾分緩和されると期待されていることがある。
- ・ 人民元切り上げ要求に関する中国政府の公式見解は、人民元為替相場の安定は中国のみならず、世界経済にとっても望ましいということである。しかし、経済規模が急速に拡大している中国経済にとって、その通貨の為替相場が長期に亘って米ドルという単一通貨に固定することは、実体経済に与える負担が次第に巨大なものにことに繋がる。換言すれば、人民元の為替調整は中国にとっても利益になるということである。
- ・ 中国の国際収支に目を転じると、経常収支も資本収支も黒字が維持されている。本来ならば、大量のドル建て資金の流入は人民元高につながるが、外為集中政策が採られている中国において、人民銀行（中央銀行）は毎日のようにドル買い・元売り介入を実施している。その結果、人民元の対米ドル相場は 8.28 元のレベルに維持されていると同時に、中央銀行が管理する外貨準備は急増している（2003 年 10 月末、4,010 億ドル）。
- ・ アメリカ政府は中国に対して為替市場への介入を止めるように求めている。通貨の為替相場が市場で決まるべきだというのはアメリカの主張である。同時に、米国の研究者は、人民元の変動幅を現在の 1%未満から 5%前後に拡大し、米ドルに対するペッグから円・ドル・ユーロからなる通貨バスケットに対するペッグに変更することを提案している。
- ・ 中国政府は中期的に人民元の為替調整について前向きの姿勢を示しているが、短期的には為替調整に慎重な姿勢を崩していない。また、現段階において人民元の為替調整は必ずしも日米両国の経済及び日米企業にとって利益になるとは限らない。とくに、すでに中国に進出している両国の企業にとって人民元の切り上げは逆に不利益が生じる可能性がある。
- ・ 中国にとって人民元の為替調整に慎重な態度を採るもう一つの背景は、香港経済の行方と香港ドルの取り扱いである。中期的にみれば、中国は金融制度改革と不良債権処理を進めつつ、資本市場の開放の進捗を見ながら、人民元の為替調整を実施することになるだろう。

目 次

はじめに	1
1．人民元切り上げ期待に基づく中国への外貨資金の還流	2
2．人民元の適正水準	4
3．中国の為替介入メカニズム	5
4．困難な局面に差し掛かる為替政策運営	9
5．元切り上げに関する日米及び中国国内の主な論調	14
6．人民元切り上げによる日米経済へのインパクト	18
7．人民元為替相場調整による日米企業への影響	23
8．人民元為替政策に影響を与える香港経済の動向	29
終わりに - 人民元為替調整の展望	31
付論 1：マクロ経済の視点から見た中国経済の問題	32
付論 2：TNI 指数でみた日米中のグローバル企業の対外依存度	33
年表 中国の外国為替管理制度の変遷	35

はじめに

中国経済は目覚ましい発展を遂げている。こうした中で、競争力強化による人民元為替相場の切り上げ要求が日米を中心に高まっている。人民元の為替相場は 94 年に切り下げられて以来（1 ドル = 8.7 元）若干の調整があったものの、96 年ごろから一貫して 8.3 ドルの水準で米ドルに対して実質的に固定されている。97 年 7 月に起きたアジア通貨危機は中国に直接波及はしなかったが、アジア諸国の通貨が軒並み大幅に切り下がるなかで、中国の輸出競争力は相対的に低下した。このようなことを背景に、中国は輸出振興のために、人民元為替相場を他のアジア通貨と同じように切り下げるのではないかと観測が流れた。しかし、仮に人民元が実際に切り下がった場合、東アジアにおける通貨切り下げ競争が展開され、アジア通貨危機の影響はいっそう深刻化すると懸念された。その中で中国政府は為替相場の切り下げを再三に亘って否定した。結局のところ、通貨危機の影響により中国の貿易収支が一時的に悪化したが、元の切り下げは実施されなかった。

その後、中国経済は 2001 年 12 月の WTO 加盟をきっかけに、市場の対外開放がいっそう進展し、その結果、外国直接投資が中国に集中し、対外輸出も順調に拡大している。中国が「世界の工場」としての存在が強まる中で、廉価な中国製品が大量に輸出される「脅威」に対する警戒として、日米などの先進国を中心に人民元の切り上げ要求が浮上したのである。人民元為替相場の切り上げが行われれば、中国製品の輸出価格が上昇し、日米など中国の貿易相手国にとって中国からの「脅威」が幾分緩和されると期待されている。

人民元切り上げ要求に関する中国政府の公式見解は、人民元為替相場の安定は中国のみならず、世界経済にとっても望ましいということである。しかし、中国のような経済規模が急速に拡大している経済においては、その通貨の為替相場が長期に亘って米ドルという単一通貨に固定することは、实体经济に与える負担が次第に巨大なものになっていくことを意味する。

一般に、固定相場制が適用されるのは対外依存度の低いかつ小さな経済である。中国経済はそのいずれにも当てはまらない。したがって、中国は遅かれ早かれ固定相場制から変動相場制に移行する必要があるといえる。中国政府が中期的に変動相場制に移行することを示唆する発言の背景にはこの点がある。すなわち、人民元が固定相場制から伸縮的な為替システムに移行することは中国自身にとってもメリットが大きいということである。

総じていえば、短期的には人民元為替相場の安定を維持しつつ、中期的には国内金融システムの効率化を図り、段階的に元の為替システムをフレキシブルなものに移行する必要

があるということである。この論点は、いわば中国にとっての最適な為替レジームの選択という議論である。他方に、現在の元の為替相場、1ドル＝8.3元は適切な水準かどうかという議論がある。日米からみれば、現在の人民元相場は中国経済の国際競争力に比べ、大幅に過少評価されている。米国製造業組合の主張によれば、人民元相場は40%過少評価されているといわれる。他方、日本財務省は14%の過少評価であるとしている。

為替相場水準については、従来から購買力平価（PPP）を基準とすべきという見方が研究者の間に存在する。しかし、世界各国通貨の為替水準を考察すれば、現状において購買力平価から大きく乖離している国がほとんどである。

さらに、ここで検討しなければならないことは、人民元為替政策が調整された場合、それは日米経済、そして中国経済にどれぐらいのインパクトを与えるかということである。人民元切り上げのインパクトはその切り上げの幅と国際貿易の構造及び海外直接投資の中身によって異なる。

本研究は、このような問題意識をもって、人民元の為替レジームの選択、人民元為替相場の水準、人民元為替政策の変更によるインパクトを検討することにある。さらに、中国内外の政府関係者および研究者の主張と論議を整理し、将来実施される人民元為替政策のあり方と変動相場制に移行するロードマップを模索することにする。

1．人民元切り上げ期待に基づく中国への外貨資金の還流

人民元切り上げは、2年前に経済同友会が開いた夏の「軽井沢セミナー」で、日本銀行の松島正之理事（当時）により提起された。その後、財務大臣や財務官などがそろって人民元切り上げの大合唱に参加するようになった。しかし、人民元切り上げ論は、2003年春までは日本国内にとどまっており、国際社会においてはほとんど取り上げられることはなかった。

2003年に入って人民元切り上げの議論が急浮上し、国際社会において取り上げられるようになった。これには、次の要因が指摘される。第1に、2002年の米中貿易が1,000億ドルを超える米国の赤字となったことで、米国政府が人民元為替相場に対する関心を高めたことである。第2に、中国の国際収支統計によれば、通貨当局がコントロールできない「誤差・脱漏」が2002年に78億ドルにのぼる多額の還流したことである（表1参照）。第3に、近年廉価な中国製品が大量に輸出されることが、先進諸国にとって「脅威」と受け止められていることである。日本は人民元の為替問題の議論に口火を切ったのであるが、実

際に人民元の切り上げに対する要求が噴出する背景は上の3点がある。これまで、中国から海外へ逃避した外貨資金¹が、先行きの人民元高を見込んで密かに中国国内に還流しているのである。その狙いは中国国内での投資のほかに、将来予想される元高による為替差益の実現にある。

表1 国際収支と外貨準備の推移（1997～2003年6月）（単位：億ドル）

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002.1-6
経常収支	29.72	293.24	156.67	205.19	174.05	354.22	111.21
資本収支	22.96	▲63.21	76.42	19.22	347.75	322.91	444.26
誤差脱漏	▲16.95	▲165.76	▲148.04	▲118.93	▲48.56	77.94	47.31
外貨準備	1,398.90	1,449.60	1,546.75	1,655.74	2,121.65	2,864.07	3,464.76

資料：中国外貨管理局

実際の外貨資金の還流は2003年に入ってからさらに加速している。2003年9月末まで中央銀行保有の外貨準備は4,010億ドルに達し、2002年末に比して1,146億ドルも増加した。中国の主な外貨収入源をみると、同期間の貿易収支²（91億ドルの黒字）と外国直接投資（402億ドル）を合わせても500億ドル程度であることから、外貨準備のうち、正規の資金流入以外に海外からのホットマネーの流入が多く含まれていると推察される。

外貨資金の還流は、いわば人民元切り上げに対する市場の期待に基づくものといえる。1997年のアジア通貨危機以降、海外への資本逃避の主役は国内の投資家、とりわけ、輸出企業と民間企業の経営者である。当時、人民元の先安期待が強まり、民間企業の経営者にとって人民元建ての個人資産をドルに両替し、海外に送金したほうが期待される為替差益を享受できる。また、この動きを加速させる要因として、私営企業経営者の個人資産が法的に保護されるかどうかについて、明確な法整備がなされていなかったため、リスク分散の意味においても、ポートフォリオの一部を海外に送金したほうが合理的な選択であった。

2001年12月のWTO加盟以降、国内市場の対外開放は大きな流れとなり、個人財産が法的に保護される法整備が進んでいることから、国内投資家にとって個人財産を国内に置いておくことについての安心感が出てきた。また、政府の長期経済計画によれば、2020年までに経済規模（GDP）を2000年の4倍に拡大するという明るいビジョンが打ち出され、今後20年に亘り、年平均7%前後の高成長が予想されている。このようなことから、

¹ 1997年から2001年までの5年間、海外に逃避した外貨資金は合計500億ドルにのぼる。

² 国家統計局の速報によると、2003年1～9月の対外貿易は輸出3,077億ドル（前年同期比）32.3%増）、輸入2,986億ドル（同40.5%増）であった。また、外国直接投資は実行ベースで402億ドル（前年同期比11.9%増）となり、契約ベースで792億ドル（36.0%）であった。

海外で投資機会を模索するよりも、国内の投資機会が圧倒的に多いとの判断が働いている。そのうえ、人民元は短期的に切り上がらなくても、いずれ中国経済の競争力強化に見合った形で切りあがるものと予想されている。このような思惑から、海外に逃避した外貨が再び中国に還流したのである。

外貨資金還流の実体は今のところ十分に解明されていないが、その主役が国内の投資家であることは間違いのないことであろう。中国政府として警戒しているのは、97年7月のアジア通貨危機を引き起こしたヘッジファンドなどの国際金融投機筋による人民元に対するアタックである。中国が資本市場の開放について段階的に実施していくとしていると同時に、為替相場の変動幅をある程度拡大することは賢明な選択といえよう。

2. 人民元の適正水準

人民元の為替相場は過少評価されているといわれているが、実際の適正水準がどれぐらいなのかについては必ずしも定説は存在しない。9月スノー財務長官の北京訪問の際、40%の元切り上げを求めたといわれる。日本財務省は今の相場水準（1ドル＝8.28元）が14%ほど過少評価されていると見ているようである。一方、エコノミストの間では、購買力平価（PPP）に基づく為替評価を主張する者が少なくない。

一般的に、購買力平価は、国際貿易のなかで取引されている財やサービスの価格が自国と外国の間で等しくなるような為替水準を指すものであるが、実際の算定にあたり、財やサービスの選定及びそのウェイト付けについては恣意的になり勝ちであり、必ずしも客観的な指標とは認められない。また、実際の為替相場が購買力平価でなければならないという理論的な裏付けもなされておらず、購買力平価そのものの議論に過剰反応することは有益ではないと思われる。

表2 人民元の為替レート比較

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
市場レート	8.31	8.29	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28
実質実効レート	7.73	7.33	7.32	7.77	7.71	7.47	7.67
購買力平価レート	1.78	1.86	1.86	1.82	1.76	1.94	1.82

注：市場レートは年間平均値、購買力平価は世界銀行データ、実質実効レートはIMFデータ、95年＝100

資料：IMF、世界銀行

現在の人民元の市場レートは1ドル＝8.28円で米ドルに固定されている。表2に示したように、世界銀行が各国の国内総生産（GDP）を評価する際に、用いられる購買力平価は、

元・米ドルレートについて 1 ドル = 1.82 元（2002 年の平均値）であった。世界銀行算定の購買力平価で中国の一人あたり GDP を再評価すれば、市場レートでの評価値 965 ドルに比べ、4.6 倍も高く、4,394 ドルにのぼる。しかし、世界銀行の購買力平価には貿易財・サービスに限らず、国内消費の材・サービスも含まれているに留意する必要がある。

一方、実際の購買力平価の算出が難しいということから、米中両国の消費者物価をベースに、ある基準点からの変化率を乗じて算出する「相対的購買力平価」も考えられる。それによると、人民元は米ドルに対して、約 15% 過少評価されているといわれる。この結論は人々の感覚に合致するかもしれないが、一般的な消費者物価指数が用いられ、米中両国の消費者物価指数算定に使われる財・サービスは必ずしも一致しないため、「相対的購買力平価」の説得力も弱い。

現実的に考えれば、購買力平価レートよりも、実際の対外貿易を考慮した実質実効レートのほうが国際競争力を反映しているといえる。実質実効レートは一国の主要な貿易相手国との貿易で加重平均して再評価したものである。表 2 に示したのは IMF が算定している実質実効レートの指数を用いて再計算した元・ドルレートであり、2002 年の平均値は 1 ドル = 7.67 元になっている。すなわち、現行の人民元為替相場は 1 割程度過少評価されているということになる。

以上の分析からも分かるように、現状において人民元の為替レートが実際どれくらい過少評価されているかについては定説がなく、中国の対外輸出の増加を理由に切り上げが必要だという直感的な議論が多い。とくに、米国製造業組合が求めている 40% の人民元切り上げについて、米国内においてすら疑問視する声が存在する。2003 年 10 月 1 日開かれた米国下院の金融サービス公聴会において、（米国）国際問題研究所（IIE）の中国研究者からは 40% 切り上げ論は米国の対中貿易赤字だけに注目した結論であり、中国貿易全体の貿易黒字をもとに考えれば、せいぜい 15 ~ 25% 切り上げが妥当という結論になる。現実的に考えれば、人民元の切り上げは実施するとしても、2 割 ~ 3 割程度が妥当な水準といえる。

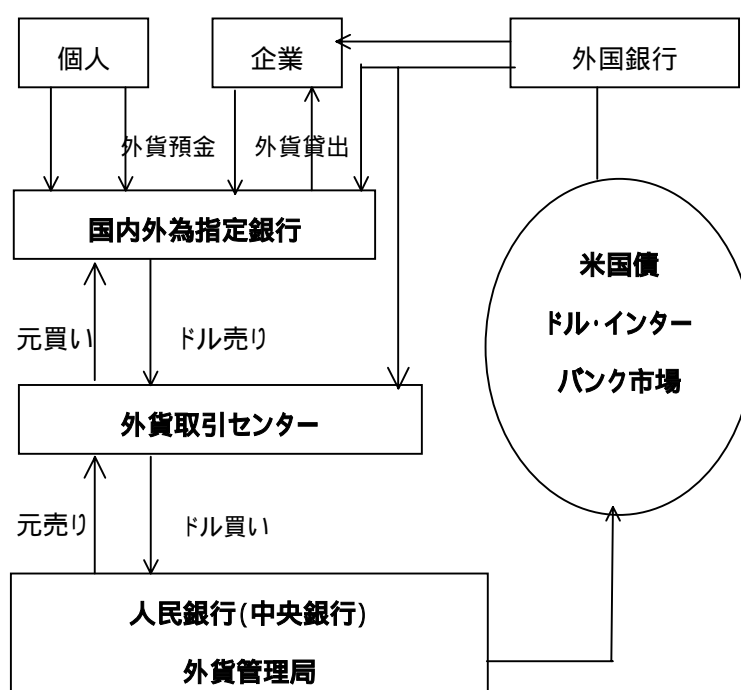
3 . 中国の為替介入メカニズム

米国が中国に対して求めているのは、外国為替相場は市場の需給関係で決めるべきであり、為替市場介入で為替相場を人為的に操作すべきではないということである。中国は経常収支も資本収支も黒字であるため、為替市場への介入を止めれば、人民元の為替相場は自ずと切りあがることになる。これはスノー財務長官が中国に対して求める人民元の

revaluation（再評価）の真意といえる。

ここで、中国の外国為替市場及び為替介入のメカニズムについて考察することにする。中国は長年外貨不足に悩まされてきたため、一貫して為替集中政策を取っている。これまでのところ、外貨流出を防ぐために、中国政府は外資企業に対して外貨バランスを取るよう求めてきた。また、国内企業については、輸出で得られた外貨は、（貿易量に応じて一定額の外貨保有が認められているが、原則として）外為指定銀行に売却しなければならない。外為指定銀行についても、外貨保有枠が制限され、その枠を超えた外貨は外為市場で売却され、人民銀行（中央銀行）がそれを買入れし、国家の外貨準備となる。

図1 中国の外国為替システム



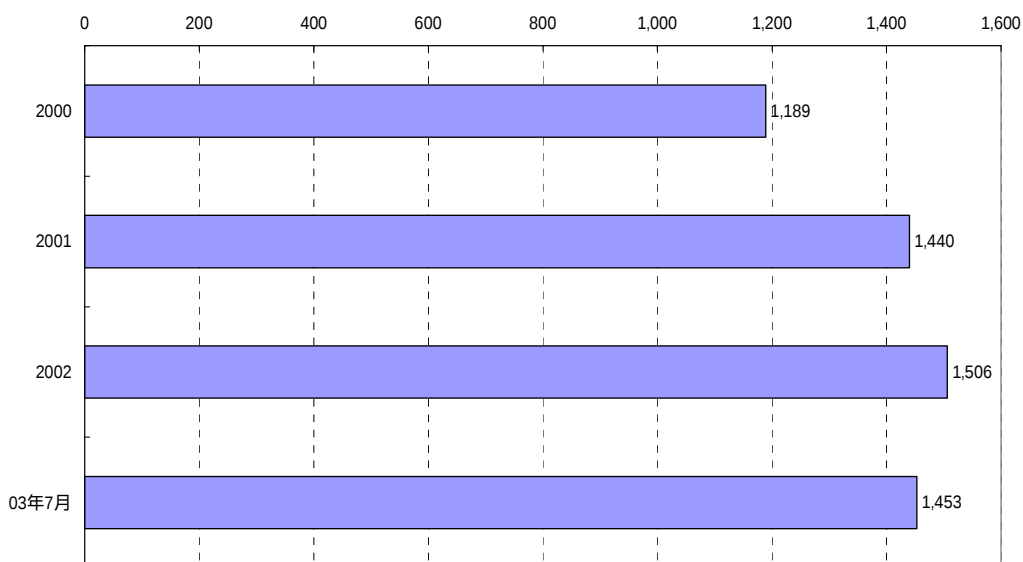
資料：日本銀行（2002年）

図1に示したように、現行の外為管理制度は、個人や企業の外貨が原則として外為指定銀行及び外貨取引センターを通じて中央銀行に集中する仕組みになっている。

中国国内の個人（家計）は、海外の親戚からの外貨送金、海外旅行など出国に伴う外貨の買い入れ（一回につき2,000ドルが限度）闇市における換金などのルート等で外貨を入手することができる。その外貨を外為指定銀行（あるいはホテルなどの両替カウンター）に売却し人民元を買い入れることもあるが、多くの場合は外貨をそのまま銀行に外貨預金

として預けられている³。ちなみに、外為指定銀行が保有する外貨預金は 2003 年 7 月末現在 1,453 億ドル（家計と企業部門の合計）に達している。

図 1 全金融機関保有の外貨預金残高推移（2000～2003 年 7 月） 単位：億ドル



注：外貨預金が 2003 年に入って減少したのは、
人民元切り上げ期待に対する反応によるものと推察される。

資料：中国人民銀行

家計部門と同様に、企業部門は輸出に伴う外貨保有及び外資企業との提携で得られる外貨を、銀行に外貨預金として預ける。企業部門の外貨保有は、国際貿易に必要な外貨を目安に認定されているが、その限度額については、各企業の貿易額をもとに厳しく制限されてきた。

外貨保有が厳しくされているのは企業だけではなくて、外為指定銀行の外貨保有枠も人民銀行外貨管理局によって「管理」されている。したがって、現状において各銀行は受け入れる外貨預金以外に、家計と企業が売却する外貨を一旦買い入れるが、それをすぐに上海にある外貨取引センターにおいて売却することになっている。

外貨取引センターは、形のうえでは外為市場の役割を果たしているが、その実態は、内外の銀行が実需原則のもとで外貨の過不足を調整する場というような存在である。外資

³ 中国では、外貨預金をあずける際、日本と違う点は、外貨を自国通貨（人民元）に両替する手数料はかからないことである。むろん、預金が満期になってドル（キャッシュ）を引き出すときも手数料は要らない。そのドルを人民元（キャッシュ）に両替するときのみ、手数料がかかる。為替手数が免除される背景には、外貨預金を奨励することで、一般家計が保有する外貨流動性を集中させることがある。

銀行は外資企業の外貨需給をもとに、外貨取引センターで人民元または外貨を調達する。しかし、中国経済を取り巻く環境から分かるように、国際収支の黒字と外資直接投資の流入によって外貨取引センターにおいてはドル売り／元買いの需要はドル買い／元売りを遙かに上回っているため、同センターにおける過剰なドル流動性を吸収するために、人民銀行は毎日のように、ドル買い／元売りの市場介入を行っている。今や一日の外貨買い入れ額は平均して 6 億ドルにのぼる。その結果、中央銀行が保有する外貨準備は急増し、10 月末現在 4,010 億ドルに達した（2002 年末に比して 1,146 億ドル増）。

人民銀行は巨額な外貨準備を保有し、その大半が米国債の購入とドル・インターバンク市場で運用されている。新聞報道によると、人民銀行は外貨準備のうち、約 2,000 億ドルを米国債の購入に運用しているといわれる。また、人民銀行貨幣政策委員会委員李揚氏が中国国内のマスメディアに語ったところによると、人民銀行の外貨運用収益率は約 5%（2002 年実績）だったといわれる。

以上で述べたことを総括すると、資本取引が厳しく規制されている現状において、国際収支の黒字分の外貨を人民銀行は為替介入によって吸収している。その外貨は国家の外貨準備となるが、主な運用先は結局のところ米国債の購入に向けられている。

現行の為替相場の水準が適正かどうかについては、総合的に判断する必要があるが、現状において二つの問題が指摘される。

まず、第 1 に、経常収支黒字をみると、ピークは 2002 年の 354 億ドルであるが、それ以外の年においては 200 億ドル前後で推移しており、妥当な水準といえる。しかし、個別の国との貿易をみると、とくに、対米貿易の黒字額は 2002 年 1,032 億ドルに上り、このまま行くと、2003 年には 1,300 億ドルに達する見込みである。すなわち、中国にとって差し当たって対外貿易全体が不均衡になっているわけではないが、個別の国との貿易不均衡を是正する必要がある。

また、第 2 に、なぜ人民元は米ドルに対して 1 ドル=8.28 元に固定されているのだろうか。その根拠を明らかにする必要がある。振り返ってみれば、1994 年 1 月外貨管理制度の改革と同時に、人民元為替相場は 1 ドル=8.7 元に切り下げられた。その後、97 年のアジア通貨危機の影響により、元相場はさらに切り下がるのではないかと予想されていた。中国政府による切り下げ否定のアナウンスにもかかわらず、国内の闇の為替市場において、一時 1 ドル=9 元を割り込んだ場面もあった。それと同時に、香港にある人民元の NDF 市場においても、人民元は 98 年、99 年大きく切り下がった。一方、上海にある外貨取引セ

ンターの人民元の為替相場は 94 年切り下げた当初の水準からやや持ち直して、8.3 元近辺まで切り上がった。

しかし、なぜ人民元相場が 8.3 元近辺で固定されるようになったかに関する理由は、今のところ明らかにされていない。一つだけ明らかなことは、人民銀行が早い段階で元の切り上げを阻止し、市場介入に踏み切ったのは外貨不足を解消しようとしたからである。中国は長年外貨不足に悩まされた。近年の教訓としては、95 年メキシコの債務危機及び 97 年のアジア通貨危機があるが、いずれも中国の外貨流動性不足が危機をさらに深刻化させることになった。人民銀行は為替介入を実施しなければ、元相場は徐々に切り上がり、経常収支黒字が減少し、外貨準備もここまで拡大しなかったはずである。したがって、1 ドル = 8.28 元という防衛線を設定したことについては、とくに、経済学的な理由は見当たらず、むしろ、中国経済を取り巻く内外諸要因の偶然性によるものと判断される。繰り返しになるが、途上国として中国の立場から考えると、速やかに外貨準備を積み上げることは脆弱な金融システムに起因する金融危機を未然に防ぐことができると同時に、先進国との技術のギャップを埋めるために、優れた設備を導入する貴重な財源でもある。この 2 点が、人民銀行が為替介入に踏み切り、元相場の安定を維持しようとする最大な理由であろう。

問題は、中国経済は 10 年に亘り高成長を続けており、その結果、国際競争力が著しく強化され、とくに、WTO 加盟を契機に、経済のグローバル化が急速に進展し、外貨準備も 4,000 億ドルを超え、その中で、米ドルという単一通貨に固定する為替相場制度を維持していくことが難しくなりつつあることである。

4. 困難な局面に差し掛かる為替政策運営

2003 年に入って、中国経済はイラク戦争や新型肺炎 SARS の影響にもかかわらず、高成長を続けている。国家統計局の速報によると、1 - 9 月の経済成長率は 8.5% と高水準が記録された（第 1 四半期 9.9%、第 2 四半期 6.7%、第 3 四半期 9.1%）。産業別の成長率を見ると、第 1 次産業は 2.8%、第 2 次産業は 11.8%、第 3 次産業は 5.4% という伸びになっている。

経済の高成長が続くなかで、中国経済が過熱しているのではないかと懸念する声が少なくない。しかし、実際の物価水準をみれば、1 - 9 月の消費者物価指数は 2.2%、同小売物価指数は ▲0.5% と安定して推移し経済過熱とは言えない状況である。

本来なら「インフレなき経済成長」は、経済政策の目標として望ましい。しかし、中国

の政策当局は現在の「理想的な」状況に素直に喜べない。その理由は、今の経済成長は主に投資拡大によるもので、消費の拡大による成長牽引力が依然として弱いものであるからである。もっぱら投資の拡大に依存する経済成長は、持続可能性の面で弱いと思われる。

具体的にいえば、1 - 9 月の設備投資は 30.5% 増加したのに対して、消費は 8.6% の伸びに止まった。設備投資の投資主体についてみると、国有部門の投資は 31.4%、集団所有制及び私営企業の投資は 27.6% とそれぞれ高い伸びとなった。また、国有部門の投資はインフラ整備などの基本建設関連の投資 29.1%、設備更新 37.2%、不動産関連 32.8% という構成になっている。

ここで、とくに指摘しておきたいのは不動産への投資が急増していることである。不動産需要が盛んになる背景として、次の諸点を指摘することができる。まず、海外からの直接投資が集中する中で、外国投資家による住宅や事務所の購入と賃貸が増えている。また、国内の富裕層によるセカンド・ハウスの購入も増えている。さらに、不動産価格が上昇する中で、中間所得層による住宅の買い替えも少なくない。このように、内外の需要が集中したことで、不動産開発はブームと化した。このようなことを背景に、建設業の設備投資は 1 - 8 月の間 51.7% と急増したのである。

国務院（内閣）と人民銀行は目下の不動産ブームがバブル化することを懸念して、不動産開発関連の融資を自粛するよう国有商業銀行に対して異例の通達を出した。それによると、1 戸目の住宅購入については従来の優遇金利が引き続き適用されるが、2 戸目の住宅購入は優遇金利よりも高い正規の金利が適用されるようになる。

政府の政策変更による市場介入に対して、建設業界は温家宝総理に対して、現在の不動産市場が健全に発展しているとして、政策変更を撤回するよう要望書を提出した。確かに、大胆な政策変更は不動産ブームを沈静化させることができるが、同時に、経済のハードランディングを招く恐れもある。もし、そうなれば、不動産開発への銀行融資は不良債権となり、中国経済の景気低迷をもたらすことになる。結果的に、国務院は態度を軟化させ、不動産市場が多少の問題を抱えているとしながらも、一応健全に発展していることを表明し、事実上、政策の変更を撤回したのである。

いかなる経済においても、過剰投資の背景に必ずと言っていいほど over-lending（過剰融資）がある。中国も決して例外ではない。1 ~ 9 月の全金融機関融資総額は累計 2 兆 7,000 億元に達し、前年同期比 1 兆 3,000 億元も増加した。

人民銀行はその月次報告で 1 ~ 9 月間の金融情勢について、マネーサプライと銀行貸

出が急増、外貨準備も大幅増加、人民元為替相場は安定、というように金融情勢を総括し、金融機関の信用創造の急増に対して警戒感を示している。実際に、バブル気味にある中国経済をソフトランディングさせるために、9月人民銀行は預金準備率を6%から7%に引き上げた。しかし、古典的な金融政策（金利操作、公開市場操作、預金準備率操作）の中で、預金準備率操作の効き目が最も小さいといわれている。人民銀行があえて金利引き上げによる金融引締を実施しなかった背景に、SARS やイラク戦争などによる景気への影響が懸念され、これらの不安材料に配慮した後が伺える。

しかし、問題は、国有銀行を中心とする銀行部門がどのようなきっかけで融資を急増させたかという点である。

この点については、中国政府は明確に論評しておらず、内外の研究者もこれに注目していない。しかし、金融システムの脆弱性が指摘される中で、本来ならば、政府による国有銀行の管理が強化されているはずである。合理性を欠いた信用創造の背景を究明することは、極めて重要なことと思われる。ここで、国有銀行の信用創造の拡大について、次のように論点を整理する。

第1に、政権交代が銀行融資の拡大につながっている。10年ぶりの政権交代により、国家首脳をはじめ各省庁のトップも一新され、新たな指導部において、実績作りのための融資急増が起きている。それまで、朱鎔基前首相のカリスマ性のもとで適度な金融引締政策が実施され、国有商業銀行は「自由」に貸出をすることができなかつたが、朱鎔基前首相の任期満了に伴い、貸出増の需要が一気に噴出したのである。

第2に、3月の全人代で銀行監督管理委員会の設立が決定されたが、実際の組織作りは予想より時間がかかったため、銀行監督行政の「空白」ができたことである。従来の金融監督機能は中国人民銀行が行使してきた。しかし、国有商業銀行の不良債権処理、資産査定強化、株式会社への転換などの一連の改革は、議事日程に乗っているものの遅々として進まない状況にある。中国の金融監督庁である銀行監督管理委員会は、その名の通り、銀行、とりわけ国有商業銀行に対する監督の強化及び改革の促進が目的である。しかし、銀行監督管理委員会の全国組織の設立が遅れ、「商業銀行法」に禁止されている「政府部門による商業銀行経営への干渉」が再び見られるようになり、とくに地方において、商業銀行に対する地方政府の融資拡大が強要されている。

第3に、人民銀行と銀行監督管理委員会が国有商業銀行の不良債権処理の加速を求めていることである。国有商業銀行が抱える不良債権の問題は長年蓄積されてきたもので、一

朝一夕で解決されない。その中で、国有商業銀行は不良債権比率を低下させるために、融資（分母）を意図的に増やしているのである（表 3 参照）。

表 3 4 大国有商業銀行の利益率と不良債権比率（2002 年）

	利益率（10 億元）	不良債権比率（％）
工商銀行	46.2	21.56
中国銀行	38.9	18.07
建設銀行	37.8	11.92
農業銀行	7.9	30.07

資料：The Asian Wall Street Journal Oct.-22 2003

第 4 に、手形割引の急増である。かねてから中小企業金融の強化は金融政策の一環として注目されてきた。今年に入って、国有商業銀行は都市商業銀行などの中小金融機関を経由して、中小企業に対して手形割引による融資を増やしている。

第 5 に、国内で起きている不動産ブームに便乗して、不動産開発への融資が急増している。これまでのところ、国有商業銀行の不動産融資は住宅ローンが多かったが、今年に入ってから、ディベロッパーへの融資が急速に拡大している。表 4 に国内ディベロッパーの資金調達を示している。

表 4 ディベロッパーの資金調達推移（1997～2002 年）

	合 計	自己資金	銀行融資	外資利用	その他
1997	3,817	937(25.5)	911(23.9)	461(12.1)	1,472(38.6)
1998	4,415	1,167(26.4)	1,052(23.9)	362(8.2)	1,833(41.6)
1999	4,796	1,345(28.0)	1,112(23.2)	257(5.4)	2,802(43.4)
2000	5,998	1,614(26.9)	1,385(23.1)	169(2.8)	2,830(47.2)
2001	7,696	2,184(28.4)	1,692(22.0)	136(1.8)	3,684(47.9)
2002	9,750	2,738(28.1)	2,220(22.8)	157(1.6)	4,635(47.5)

注：カッコのうちは割合（％）

資料：「中国統計年鑑」（2003 年版）

一方、経済過熱を助長する外的要因も存在する。

国家統計局の発表によれば、中央銀行が保有する外貨準備残高は 9 月末現在 3,839 億ドルに上り、年初に比べ 975 億ドルも増加した。外貨準備の主な要因は貿易黒字と資本黒字であり、同時期の貿易黒字 91 億ドルと外国直接投資 402 億ドルと合わせると約 500 億ドルになる。原則的に、資本取引が規制されており、政府に認められている外資による対中証券投資はわずかであり、一方において、300～400 億ドルに上る巨額の外貨がホットマネーとなり中国に流れ込んだのである。

これまでのところ、ホットマネーの実態は明らかにされていないが、新聞報道や中国政

府系シンクタンクの分析を整理すると、次の諸点を指摘することができる。

まず、1997～2001年の5年間中国国内から海外に資本逃避した外貨資金は約500億ドルにのぼる。これらの資金は、アジア通貨危機の影響で人民元切り下げ観測が強まる中で、海外に送金されたものである。具体的な手口は通貨当局も把握できていないが、貿易決済の付け替えや広東・香港間の現金輸送などが主な手段のようだ。これらの外貨資金の多くは香港及び香港経由でバミューダなどのタックス・ヘブンに送金されている。このような背景を踏まえれば、今回のホットマネー流入の多くは人民元切り上げ期待に基づく資本逃避の還流であると推察される。

また、米国を中心として、中国系アメリカ人は米国でファンドを募って中国への投資を強めている。しかし、中国では資本取引が規制されているため、これらのファンドの投資はほとんど直接投資の形で中国に投資され、高級住宅やオフィスビルの開発がその主な投資分野になっている。

さらに、国内の商業銀行には1,500億ドルを超す外貨預金が存在するが、今年に入って外貨預金残高は1,400億ドルに減少した。その差額は人民元に両替され、様々な投資に使われているとみられる。

このように外貨の流入は、現在進行中の経済過熱を助長している。人民銀行は外貨準備の増加に伴う市中流動性の急増を抑制するために、買いオペや中央銀行手形の発行によるベースマネーの吸収を実施している。しかし、人民銀行の公開市場操作は外貨換金分のベースマネーをある程度吸収できても、国内商業銀行の活発な融資をコントロールできていない。本来なら、中国経済を取り巻く内外の環境を踏まえて考えれば、中国経済がバブル化する理由はどこにもないが、市場メカニズムが十分に国有商業銀行を中心とする金融システムに浸透していないため、過剰流動性が発生し、経済過熱がもたらされているのである。

こうした中で、政策当局にとって政策運営は益々困難になっている。古典的な経済学理論においては、経済過熱を沈静化させるためには、金利の引き上げなどの金融引締政策を実施すべきであるが、現状において、物価推移は安定しており、インフレになっていない。金利が引き上げらると、中国経済は一気にデフレに突入し、深刻な不況に見舞われる恐れがある。また、金利の上昇はさらなるホットマネーの流入を誘発する可能性も十分に考えられる。したがって、人民銀行はあえて金利を動かすことをせず、効き目の小さい預金準備率操作（6%→7%）に踏み切ったのである。問題は、過熱気味にある経済がハードラン

デイングした場合、国有銀行のバランスシートがいっそう悪化し、金融制度改革はさらに遅れることになる。現在、抜本的な金融制度改革を含む一刀両断の政策実施が求められている。

5．元切り上げに関する日米及び中国国内の主な論調

2003 年に入って、米国政府は再三に亘って中国に対し、人民元為替相場の操作を止め市場における為替相場の決定、すなわち、revaluation（再評価）を求めている。

2003 年 9 月スノー財務長官は APEC 会合に参加するのに先立ち、日本を訪問し、塩川財務大臣と会談し、人民元切り上げについて意見が一致したといわれる。その後、同財務長官は中国を訪問し、温家宝総理や周小川人民銀行行長との会談で人民元の為替問題に言及し、中国に対して人民元の為替相場が 4 割過少評価されているとの見解を示したと報道されている。人民元を 4 割切り上げるべきという客観的根拠は明らかになっていないが、この数字を提出したのは米国製造業組合であることが明らかになっている。

一方、スノー財務長官は米国の駐北京大使館で、同行の記者に対し中国訪問と人民元問題について次のように述べている。

「かつて、数回北京を訪問したことがあるが、そのいずれも民間人としての訪問だった。今回は財務長官としての公式訪問であり、中国の新指導部とフランクな意見交換を行った。中国の新指導部が極めてフランクでかつ開明的であることに驚いた。中国政府に対しては、為替政策変更のタイムテーブルを求めるつもりはないが、その方向性を示してほしい。この点については、温家宝総理から満足できる回答をいただいた。すなわち、為替相場の決定において市場メカニズムが働くような制度作りを整備するということだ。今回の訪問で、中国に対して明確に要求しているのは、中国はもっと米国的大豆を輸入すべきということだ……。スノー長官の以上の談話から、人民元切上げ要請の真意を若干伺うことができると思われる。

また、10 月 1 日、下院金融サービス委員会は公聴会を開き、その席上で、M. Goldstein と N. Lardy は、次の 2 段階からなる Two-step Currency Reform を提案している。

第 1 段階において、15%～25%の為替切り上げを実施するとともに、為替相場の変動幅を現在の 1%未満から 5～7%に拡大する。また、米ドルという単一通貨へのペッグから、米ドル、円、ユーロの 3 大基軸通貨からなるバスケット制に変更する。各通貨のウェイトはその貿易額の加重平均で決める。

第 2 段階では、人民元相場システムを管理フロート制に移行する。その前提としては、金融制度改革、不良債権処理、資本取引の自由化があげられる。

両氏は以上の提案において、中国に人民元相場を 15～25%の切り上げを求める理由についても言及した。スノー財務長官が提起した人民元 40%切り上げ要求は、米中 2 国間の貿易赤字（2002 年米国の対中貿易赤字 1,032 億ドル）にのみに注目するものであるが、両氏は、中国の対外貿易全体の黒字額に注目する必要があることを強調している（2002 年中国の経常黒字 354 億ドル）。

人民元為替政策の変更に関する両氏の提案について、為替相場変動幅の拡大とともに、元相場を 1 割ないし 2 割程度切り上げることは妥当な提案といえるが、バスケット制への移行は米国の思惑を反映するものであり、中国からみれば、バスケット制を選択する客観的な理由は見当たらない。確かに、ドル・ペッグからバスケット制に移行すれば、人民元は 3 大基軸通貨に連動するようになり、そうなれば、人民元はドルに対して安定するだけでなく、円とユーロに対しても安定することになる。しかし、上海の外貨取引センターにおいて取引されている通貨は、米ドル、香港ドル、円とユーロの 4 種類ではあるが、現在の取引量の 97%以上は米ドルである。また、中国の対外貿易の決済通貨はほとんどが米ドルである。このようなことを背景に、対外貿易と外資直接投資を順調に拡大させ、為替リスクを最小限に抑制するためには、人民元の対米ドルレートの安定推移が為替政策の最重要課題となったのである。

しかし、為替相場の安定維持は、固定相場制を意味するものではなくて、実体経済面に応じて少しずつ調整されるべきである。逆に、長期に亘り為替相場を固定すると、いずれ実体経済に大きな負担がもたらされる。中国政府と中国の研究者もこの理屈を十分に理解しており、為替調整に向けた様々な提案がなされている。

図 5 に示したのは、北京大学の研究グループが中国政府に提案した政策パッケージである。この提言は、各段階における改革と政策実行が具体的に提案され、中国国内の数多い政策提言の中でも高く評価されるものである。ただし、この 4 段階からなる資本市場開放の提言には、具体的なタイムテーブルが明記されていない。この点は、資本市場開放のロードマップとしての弱点である。

ここで、北京大学の提言を具体的に考察することにする。

第 1 段階において、資本市場を間接的に開放すると提案されている。それを実現するために、国有企業改革や国有銀行改革など種々の難題を速やかに解決する必要がある。現状

において、これらの改革を実現し、資本市場を間接的に開放するのは早くても WTO 加盟のコミットメントで約束されている 2006 年の市場全面開放以降になると思われる。とはいえ、国有商業銀行を中心とする金融制度改革をこれ以上先送りするのは得策ではない。最近の中国政府の論調をみると、当初、国有商業銀行 4 行を一斉に上場させるとしていたが、ここに来て、条件の整った銀行から先に上場できると言い方が変わっている。4 大銀行の財務体質から判断すれば、中国銀行と建設銀行が先に上場すると予想される。また、外資企業による中国国内におけるエクイティファイナンスはすでに検討されており、時間の問題とみられる。

表 5 北京大学による 4 段階資本市場開放の提案

第 1 段階	資本市場の間接的開放 国有企業改革の深化・国有銀行の商業銀行化促進・上場企業の経営改善 中外合作投資ファンドの設立・中外合作証券会社の設立 外資企業による A 株発行に伴うエクイティファイナンスの認可 海外の中国株投資ファンド設立の促進
第 2 段階	条件付きの資本市場の部分的開放 A 株と B 株の統合 香港と国内の資本市場の交流強化
第 3 段階	条件付きの資本市場の開放 外国企業による株式上場の認可 「適格国内投資機関」(QDII) による国内投資家の対外証券投資の認可 香港と国内市場の垣根の撤廃、H 株とレッドチップスの統合
第 4 段階	人民元の自由兌換と資本市場の完全開放 国内一般投資家による対外証券投資の認可 海外投資家による中国証券市場での投資の認可

資料：曹鳳岐[2003]「建議内地資本市場国際化分四階段」(北京大学金融証券研究中心)

第 2 段階において、条件付きの資本市場の部分的開放が提案されている。すでに、QFII の導入によって、適格な外資機関投資家による A 株⁴の投資が認められている(2002 年 12 月)。今後、適格外資機関投資家の認定が拡大するにつれ、中国人向けの A 株と外国人向けの B 株⁵を分けること自体意味を失うことになり、A 株と B 株の統合も時間の問題といえる。他方、香港と国内の資本市場の関係について、国内優良企業の香港上場はすでに香港市場のアンカーとなりつつあり、香港市場は国内企業の上場を誘致するために、北京に代表所を設置した。同時に、国内の 2 市場にとって香港との交流強化は、証券市場運営や上場企業に対するコーポレートガバナンスの強化など、種々のノウハウを習得するチャン

⁴ A 株は中国投資家にのみ認められていた株式。

⁵ B 株は、上海では米ドル建て、深センでは香港ドル建てで、外国人投資家にのみ投資が認められていたが、すでに、国内の投資家による売買が認められている。

スとなる。

第3段階において、外国企業による株式上場、国内機関投資家（QDII）による対外証券投資、香港と国内市場の垣根の撤廃などが提案されている。外国企業による対中直接投資はすでに40万件を超えており、外資企業にとって人民元を調達する需要が高まっているが、それを確保する手段は十分ではない。これについて、上海と深セン両市場を整備しながら、上場基準を満たしている外資企業の株式上場が認められるようになる。また、国際収支黒字の拡大や外国直接投資に伴う外貨の流入は近年急増しており、結果的に、人民元切り上げ圧力となっている。したがって、QDIIの導入によって資本輸出能力を高めることは、その取り組みとして重要になる。全体的な進捗状況からすれば、第2段階と第3段階の資本市場開放は、WTO加盟で約束している2007年の第1段階の市場開放を踏まえて、2008年の北京オリンピック前後に実施される可能性が高い。

第4段階において、人民元の自由兌換と資本市場の前面開放が提案されている。人民元のハードカレンシー化は、外国為替制度改革と資本市場開放の終着駅である。内外の資本移動が完全に自由化され、国内の一般投資家が自由に対外証券投資を行い、海外の投資家も自由に中国の証券投資を行うことができるようになる。しかし、第1段階から第3段階までの改革と資本市場開放の進捗状況および将来の不確実性を考えれば、第4段階の市場開放を実行に移すのは早くても2010年以降になると予想される。

以上、米中両国における人民元の為替問題に関する主な論調と政策提言を考察してきた。日本においては、人民元の議論がマスメディアにおいて盛んになされているが、建設的な提案が少なく、議論はかなり混乱している状況にある。「日本では、人民元の為替レジームの議論と為替相場水準の議論が混合している」と前アジア開発銀行研究所長吉富勝氏は指摘している。塩川前財務大臣も、もっぱら人民元が過小評価されていると主張するが、その根拠を示すこともなかった。発言そのものは中国に向けたシグナルというよりも、日本国内向けの発言の色彩が強い。

日本のアカデミズムも、人民元の為替問題に関する研究に十分に取り組んでいるとはいえない。元の為替問題は、単なる元相場の切り上げが日本経済や日本企業に与える影響というよりも、アジア域内の経済成長及び通貨の安定維持に寄与する枠組みの構築という次元で議論されるべきである。元相場の切り上げが日米両国の経済にどのような影響を及ぼすかについて、必ずしも「人民元切り上げ→日米経済のデフレ脱却・雇用改善」という単純な構図ではない。

6. 人民元切り上げによる日米経済へのインパクト

一般的に、人民元為替相場切り上げの価格効果により、中国の貿易相手国にとって中国からの輸入が減少し、中国への輸出が増える可能性が高い。結果的に中国との貿易収支が改善に向かうと期待される。日米両国において、中国に人民元切り上げを求める背景には、中国からの輸入を抑制しようとする狙いがある。とくに、近年、メイド・イン・チャイナの廉価な雑貨や農産物、食糧加工品、衣料品など労働集約型製品が大量に中国から輸入され、それによって、日米両国の国内物価の下落がもたらされ、デフレが進行し、雇用情勢が緊迫しているといわれる。

しかし、人民元切り上げの価格効果が期待通りに現れるかどうかは、必ずしも明らかではない。実際の切り上げ幅によってそのインパクトは大きく違ってくる。例えば、人民元の為替相場が2割程度切り上げられた場合、中国の国際貿易にそれほど大きな影響を与えないものと思われる。その理由については、次の諸点を指摘することができる。

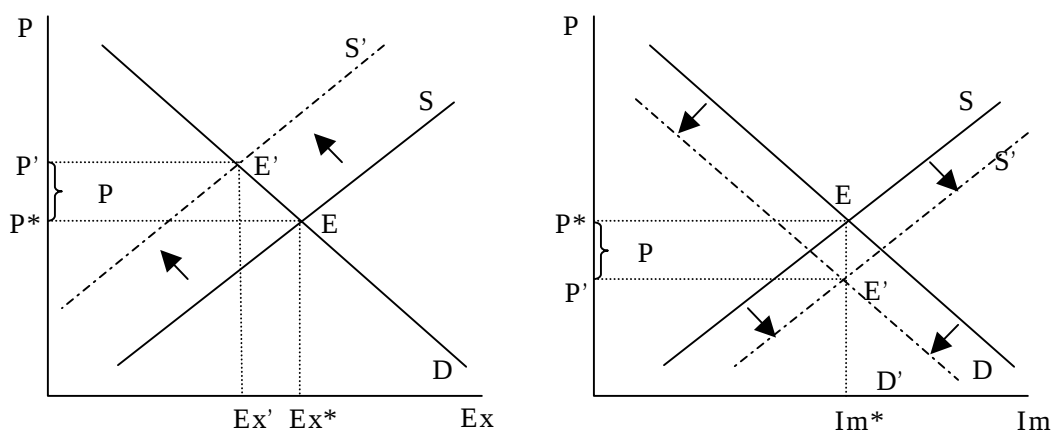
まず、中国の国際貿易の構造をみると、輸出の5割強は外資系企業によるもので、輸出製品は確かに中国で組み立てられたものであるが、部品や中間財の多くはアセアンなど周辺諸国で調達されている。「部品・中間財輸入→組み立て・製品化→輸出」という国際貿易の流れの中で、多少(2割~3割)の為替調整による輸出価格の上昇は輸入価格の低下によって相殺されることになる。このことは図2において確認することができる。

図2-1に示したのは、横軸は輸出量(E_X)、縦軸は輸出価格(P)、 D は輸出の需要曲線、 S は輸出の供給曲線、である。 E において、国際貿易が均衡状態となり、輸出量が E_X^* であるのに対して、輸出価格は P^* である。ここで、人民元の為替相場切り上げ(例えば20%)が行われたとすれば、輸出価格はその分($P=P^*-P'$)上昇すると仮定できる。輸出価格の上昇により、輸出量もそれに応じて減少すると予想される($E_X=E_X^*-E_X'$)。このメカニズムはいわゆる人民元為替調整の価格効果といわれるものである。しかし、部品や中間財の海外調達の多い中国にとって、為替調整が部品輸入にも価格効果を与えられと思われる。図2-2に示したのは、部品・中間財輸入の価格効果である。横軸は輸入(Im)、縦軸は輸入価格(P)、 D は輸入の需要曲線、 S は輸入の供給曲線、である。人民元の為替相場の切り上げにより、輸入価格は低下することになるが、仮に輸入量が増えなければ、輸入価格はその分($P=P^*-P'$)低下するものと思われる。部品・中間財の輸入価格の低下は完成品の輸出価格の上昇圧力と相殺されることになり、人民元切り上げのインパクトは予想よ

り小さいものに止まる。

図 2 為替調整の価格効果の相殺

(2-1)元切り上げによる輸出価格の上昇 (2-2)元切り上げによる部品輸入価格の低下



また、為替調整の価格効果を抑制するもう一つの要因として、加工貿易が集中する沿海地域においてすでに人件費が上昇傾向にあるが、人件費の安い内陸部からのワーカーの導入が人件費抑制の有効策と考えられる。

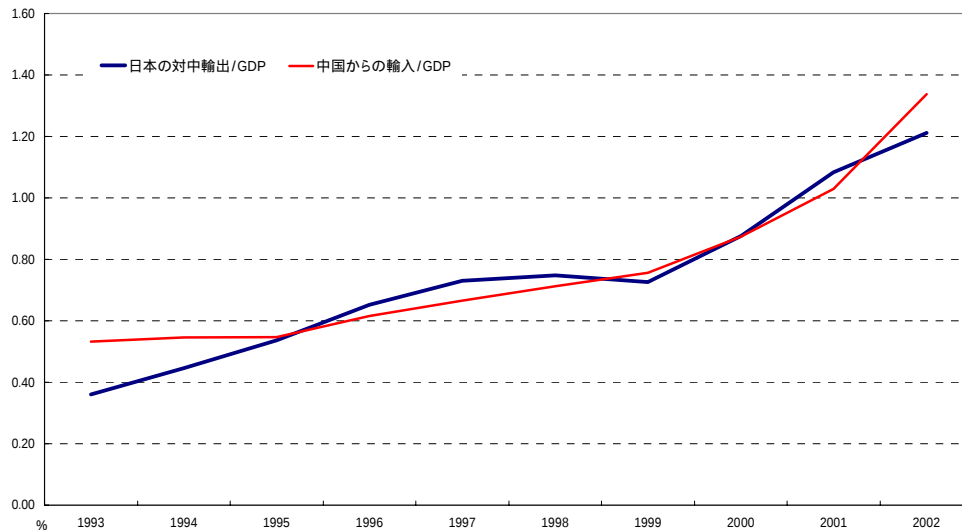
さらに、日系企業の場合、経営の現地化が進展していないため、日本の本社からの社員派遣により人件費などの生産コストは高い水準が維持されている。このような背景の中で、日系企業は人民元切り上げをチャンスとして捉え、本社派遣の日本人社員を減らすとともに、経営の現地化を推進することで、人民元為替相場切り上げのマイナス影響を抑えることができると考えられる。

一方、人民元為替調整による日米経済への影響をみると、図 3 と図 4 に示したように、日本の GDP に占める日中貿易の割合は 3% 以下であり、米国の GDP に占める米中貿易の割合はわずか 1% 程度である（いずれも 2002 年）。この事実から分かるように、人民元の為替調整は、日中・米中の貿易にある程度日米の対中貿易赤字を改善することができるとしても、マクロ経済の視点からみれば、日米両国の経済にそれほど大きな影響を与えることは考えにくい。

また、日中貿易は近年拡大傾向を続けており、それは日系企業による対中直接投資拡大の必然的な結果ともいえる。80 年代から 90 年代にかけての円高局面で、日本企業は対外直接投資を加速させてきた。日本企業の対外投資は、80 年代はアセアンなどの東南アジア諸国への投資が中心であったが、90 年代以降、直接投資が東南アジア諸国から中国にシフトしてきた。とくに、2001 年中国の WTO 加盟決定をきっかけに、日本企業による対中直

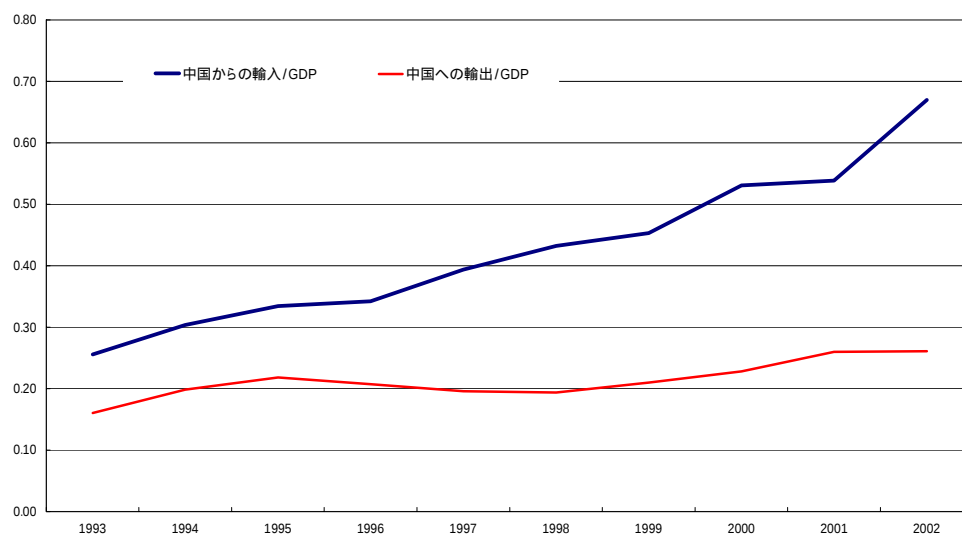
接投資はいっそう増加してきている。

図3 日本の GDP に占める対中輸出と中国からの輸入の割合（1993～2002 年）



資料：CEIC データ

図4 米国の GDP に占める中国からの輸入と中国への輸出の割合（1993～2002 年）



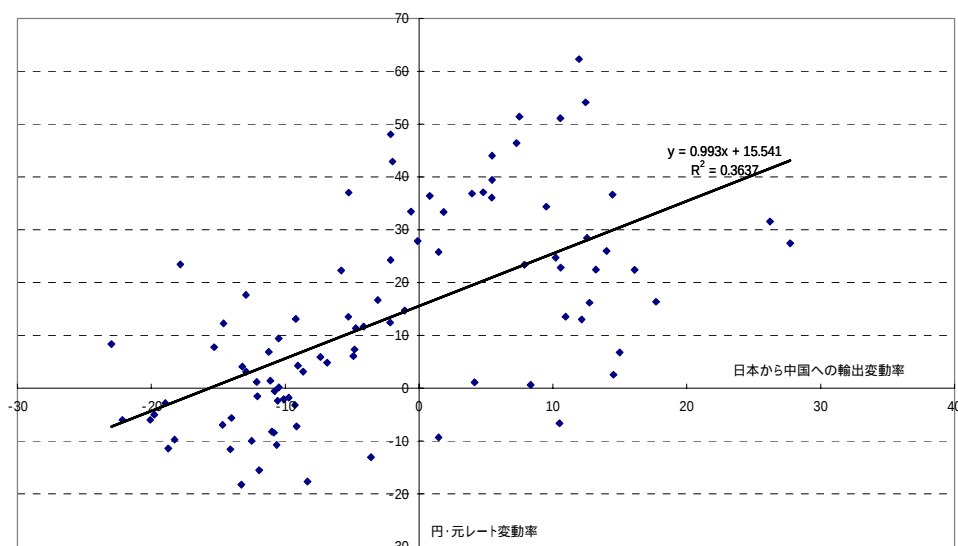
資料：CEIC データ、IMF

すでに、多くの先行研究で明らかになっていることであるが、日系企業の対アジア直接投資は、人件費の安い生産基地を確保するためのものであり、アジアで生産した製品をアジアで販売するほかに、多くを日本へ逆輸入し、北米とヨーロッパに再輸出されている。しかし、90年代に入って NIEs とアセアンの人件費は著しく上昇したのに対して、中国の人件費はそれほど上昇せず、中国国内の法制度の整備、物流システムの効率化、市場環境

の改善が進展したため、再輸出のための生産基地として中国が注目された。こうした背景の中で、多くの日本企業は従来アセアンなどの東南アジア諸国に集中していた投資を中国にシフトさせ、広東省を中心とする華南地域において日本企業の産業集積が急速に進展したのである。

今日、日中の中で生じている農産物、加工食品、衣料品などを巡る貿易摩擦のほとんどは、中国に進出している日系企業と日本国内企業とのいわゆる「日―日」貿易摩擦である。日中の貿易摩擦が増幅する傾向にある中で、人民元切り上げに対する関心が高まったのである。

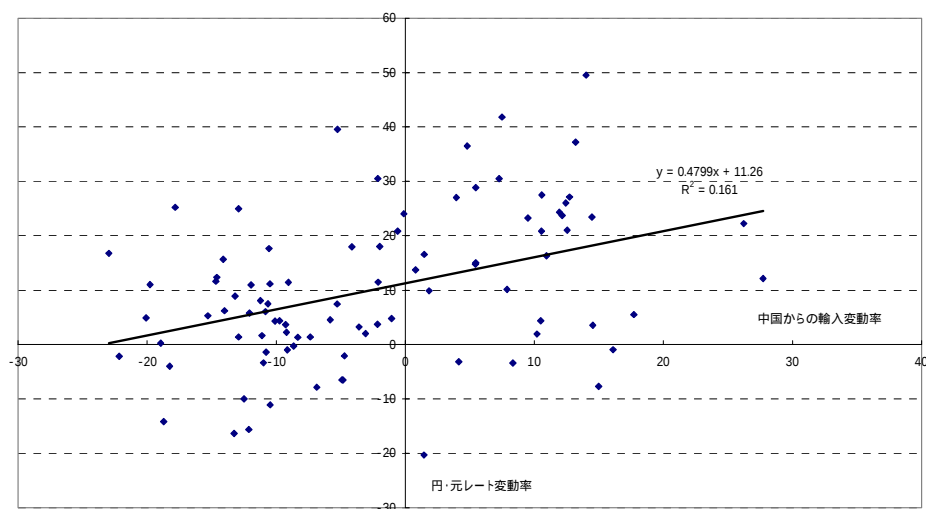
図 5 円・元レート変動と日本から中国への輸出との関連性（1993～2002 年）



資料：CEIC データ

問題は仮に人民元が切り上がった場合、元・円レートもそれによって調整されるが、それにより日中の貿易はどれだけの影響を受けるのだろうか。人民元の為替相場は米ドルに対して固定しているため、円ドル相場の変動によって、元・円レートは日々変動している。円・元の為替相場の変動による日中貿易への影響について、図 4 に中国への輸出と元・円レートの変動率との関連性、図 5 に中国からの輸入と元・円レートの変動率との関連性を示した。その中から確認できるように、中国との貿易（輸出・輸入）は元・円レートの変動率とはそれほど強い関連性がみられない。すなわち、人民元は円に対して切り上がったとしても、日本にとって中国からの輸入はそれほど減少しなかった（ $R^2 = 0.161$ ）。逆に人民元の切り上げは若干日本にとって中国への輸出を刺激することになったが、それでも $R^2 = 0.364$ という状況から判断すれば、その輸出刺激効果も限定的といえる。

図 6 円・元レートの変動と中国から日本への輸入との関連性



資料：CEIC データ

さらに、米中貿易の場合、2002 年米国にとって対中貿易赤字は 1,032 億ドルに達した。米国商務省の予測によると、このまま行けば、2003 年の対中貿易赤字は 1,300 億ドルに達する見込みである。その中で、スノー財務長官は表向きには人民元相場の再評価を求める発言をしているが、本音としては中国に米国産の農産物輸入を拡大するように求めている。2003 年 9 月訪中時に同長官は、中国政府に対してもっと米国産大豆などの農産物輸入の拡大を求める発言をしている。その後、USTR 代表のゼーリック氏と商務長官のエバンス氏が相次いで訪中し、人民元の為替問題に触れながら、中国に対して米国からの輸入拡大を暗に求めている。エバンス氏の訪中の直後（2003 年 11 月）、中国は温家宝総理の 12 月訪米を前に、アメリカにボーイングの航空機、GM の自動車、GE のエンジンなどを買い付けるミッションの派遣を発表した。全体の買い付け金額は 67 億ドルに上るといわれる。この一連の動きから推察できるのは、次の諸点である。

人民元の為替調整と資本市場の開放は、短期的には、中国国内の脆弱な金融システムに影響を与え金融危機を招くことになる。人民元の為替問題と資本市場開放は、中長期的に亘って取り組まなければならない問題である。

2004 年秋は米国大統領選挙にあたり、対中貿易赤字の拡大は米国の雇用に悪影響を与えているといえる。したがって、ブッシュ政権としては、中国に対して輸入拡大を求めることで、票の獲得につなげたい考えのようである。

実際、人民元の切り上げが実施されると、中国に進出している米国の多国籍企業の多くはデメリットを被ることになると予想される。米国は中長期的に元の為替政策の調整を

求めるが、短期的には元の安定維持は米国にとっても大きな利益となる。

中国にとって、人民元の安定維持にあたり米国の理解を求める必要がある。中国にとって米国は最大の貿易黒字国であり、最大の輸出マーケットである。したがって、米国のハイテク製品を買い付けることで、米中貿易摩擦を少しでも回避する必要がある。とくに、ボーイング、GE、GM などアメリカを代表する多国籍企業の製品を買い付けることで、これらの大企業による米政府への影響力を使い、人民元切り上げ圧力を緩和させることが期待される。

国際貿易と外交における米中の応酬はこれからも続くものと思われる。とくに、中国は米国製品を買い付けるミッションを派遣しても、人民元の為替政策については国家主権を堅持する構えであり、米国の外圧に屈しない姿勢を示している。その背景に、胡錦濤・温家宝の新指導部が誕生してわずか1年しか経っておらず、内外において様々な課題を抱えていることがある。同時に、2001年12月のWTO加盟決定を契機に、中国の対アジア経済外交が活発化していることもある。このようなことを背景に、アジア地域における中国のリーダーシップの面からも、人民元の問題で米国に屈するような対応は許されないのである。

7. 人民元為替相場調整による日米企業への影響

ここで、人民元切り上げの影響について企業の観点から考察することにする。

日米両国の企業による中国への直接投資は、その業種構成が大きく異なる。表7に示したように、中国に進出する米国企業の中で、製造業のウェイトは米国57%であった(2002年)。投資の中身をみると、エネルギー関連やコンピューター関連の投資は大きなウェイトを占めている。また、米国の投資に占める金融業の割合も大きなウェイトを占めている。それに対して、表8に示したように、日本の場合、製造業88.3%(2002年)と米国より遥かに高い水準にあり、電機、輸送機械、化学が大きなウェイトを占めている。

日米企業の対中投資は、製造業・非製造業、業種構成に相違が見られるのみならず、その投資戦略も大きく異なる。

第1に、米国企業の対中投資の目的は、中国市場を中心とするアジア市場へのアプローチにある。とくに、90年代以降、マイクロソフトやGE、GMなど米国の多国籍企業は大半して中国に進出した。米国企業による対中直接投資は80年代において遅れ気味であったが、それは中国の「改革・開放」政策が逆戻りするのではないかと疑念があったから

である。90 年代半ば以降、「改革・開放」政策と市場経済化がもはや逆戻りすることはできないという確信から、米国を代表する企業は中国に投資を集中させたのである。

これに対して、日本企業の対中直接投資は 80 年代に遡ることができる。しかし、当時の対中投資は中国市場を攻めるものではなかった。日中の関係正常化によって日本では、中国ブームが沸き起こり、その中で、日本企業経営者の「望郷投資」が行われた。すなわち、日本企業の経営者の中には中国の満州で生まれた者も多く、戦前中国と何らかの関係をもっていた。このような「望郷投資」は投資収益を狙うものというよりも、経営者個人の中国好きによるものといえる。

また、日本企業の対中直接投資のもう一つの特徴は、ブームに煽られ、投資したことである。本来ならば、投資の決断において、しっかりしたマーケティング・リサーチが必要であり、それに基づいて、投資先の立地（Placing）、製品の価格付け（Pricing）、販売戦略などからなるビジネス・モデルの策定が行われる。しかし、少なからぬ日本企業はこうした戦略作りを行わないまま、社長や会長の鶴の一声によって投資を決めるケースがあった。

長年、日本企業にとり、中国ビジネスがグループ全体の売り上げと収益に占める割合は 5% 未満であり、多くの企業はいわれるほど中国ビジネスを重要視していなかった。日系企業にとって欧米市場は重要な輸出先であるのに対して、中国市場は依然として潜在的なものでしかなかった。日系企業のこうした意識に若干の変化が見られたきっかけは、中国の WTO 加盟である。ここ 1、2 年日系企業は中国を単なる輸出のための生産基地とする見方から、有望な市場として見るように変わりつつある。

第 2 に、日米両国の企業による対中投資の目的が違うために、その投資戦略にも相違がみられる。米系企業の対中投資はそのグローバル戦略の一環として位置づけられ、投資の国際化、現地化を進展させている。付論 2 に示したのは、日米中のグローバル企業の国際戦略であるが、それによると、米系多国籍企業のグローバル指数（TNI⁶）は 54.98% であ

⁶ TNI (Trans-nationality Index) 指数 = (海外資産ウェイト + 海外売上ウェイト + 外国人従業員ウェイト) ÷ 3

表 7 米国企業による対中産業別直接投資の推移（1994～2002 年）

	全産業	石油	製 造 業								非製造業				その他
			合計	食品	化学	金属	機械 設備	電子	輸送機 器	その他 製造業	卸売り	金融機 関	サービス		
1994	100	34.9	39.1	5.1	8.6	4.0	N.A.	6.6		8.5	5.2	12.7	2.8		5
1995	100	34.3	45.6	3.9	7.5	4.1	N.A.	15.6	N.A.	6.8	7.0	7.3	0.1		5.4
1996	100	26.4	47.7	4.8	7.7	3.1	4.5	19.3	N.A.	N.A.	5.8	12.7	1.9		5.3
1997	100	17.9	54.2	4.9	7.4	3.0	N.A.	21.8	1.1	N.A.	6.9	14.3	1.4		5
1998	100	14.7	60.8	2.6	5.1	3.1	10.3	27.7	0.5	11.1	3.0	11.8	1.1		8.3
	全産業	鉱業	合計	食品	化学	金属	機械	PC 関連	輸 送 機 器	電 力 関 連	卸売り	サービ ス	公益事業	情報	その他
1999	100	-2.6	64.7	2.9	1.9	2.4	-4	33.2	20.3	0.1	6.7	-2.8	5.8	-0.2	28.1
2000	100	23.8	73.3	0.4	-2.5	-2.2	1.7	65.8	0.9	4.1	5.5	0.8	-1.2	1.6	-3.6
2001	100	-9.5	130.3	3.5	-4.6	-1.6	0.4	67.5	-3.9	62.8	1.1	4.9	-8.9	-1	-6.7
2002	100	24.9	56.5	5.5	17.5	-2.2	3	2.5	13.4	-7.6	9.9	8.4	6.3	-1	-4.3

単位：％

出所：US Department of Commerce の資料による再計算

表 8 日本企業による対中産業別直接投資の推移

	1986	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
食 糧	2	3	5	3	7.3	4.8	7.6	3.5	2.1	0.7
織 維	0.4	6	13	11	7.5	11.2	3.4	3.6	2.7	2.4
木材・パルプ	0.4	0	0.4	2	1.6	1.5	0.7	0.4	0.5	1.5
化 学	2	4	4	3	3.5	6.6	11.1	11.9	6.0	10.3
鉄・非鉄金属	1	14	6	8	7.2	7.4	6.9	5.7	4.2	9.0
機 械	1	6	5	11	11.3	9.5	8.3	5.2	8.6	9.0
電 機	2	0.4	19	21	15.7	21.2	11.9	8.9	32.5	35.5
輸送機械		9	9	9	9.9	5.0	13.0	12.4	10.0	14.3
その他	1	46	11	11	7.9	8.9	11.9	20.4	10.9	5.6
製造業計	10	0.4	72	78	71.9	76.1	75.3	72.0	76.4	88.3
農・林業	0.2	1	0.1	0.4						
漁・水産業	1	6	0.3	0.2	0.2			0.1		
鉱 業	1	2		0.2	0.2	0.1				
建設業		1	3	2	2.4	3.3	5.9	0.1	0.3	0.1
商 業	9	1	6	6	5.1	5.1	3.1	8.5	5.6	6.5
金融・保険	1	39	0.04		0.8		2.8		0.4	2.2
サービス業	45	0.2	8	4	10.1	7.3	7.1	12.3	15.2	2.3
運輸業	0.4	3	1	1	0.8	1.3	0.5	2.3	0.5	
不動産業	6	53	5	6	6.9	5.4	3.2	0.4	1.3	0.6
その他	4	1								
非製造業	66		24	20	26.5	22.5	23.0	23.7	23.3	11.6
支 店	23		4	2	1.6	1.3	1.6	4.3	0.2	0.1
合 計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

資料：財務省「対外及び対内直接投資状況」（各年版）

り、海外資産比率 59.09%、海外売上比率 48.49%、外国人従業員比率 57.35%と、グローバル経営が浸透している。

これに対して、日本企業についてグローバル化が遅れていることがよく指摘されるが、TNI 指数で見ると、日本企業の経営のグローバル化は、米系企業に比べて若干遅れているものの、全体的に見て決して低くない。日本企業の海外資産比率は 37.59%、海外売上比率は 49.05%、外国人従業員比率は 43.36%という構成になっている(いずれも 2001 年)。

しかし、海外展開している日系企業の経営体制については改善の余地が十分にある。日系企業の外国人従業員比率こそ 4 割に達しているが、幹部社員に占める外国人比率は依然として低い水準にある。また、本社における成果主義の導入が遅れているため、海外展開の子会社についても、欧米企業に比べれば、現地における成果主義の徹底も大幅に遅れている。

第 3 に、日米企業を比較した場合、日本企業は自らのモノ作りのレベルの高さによって、その技術を過大評価する傾向が強い。自動車、IT 製品、シロモノ家電などにおいて日系企業の技術レベルは著しく改善されているが、反面、海外における販売体制の強化やアフターサービスの面において必ずしも十分ではない。それは「良いモノは絶対に売れる」という経営理念にある。80 年代までは、「良いものが売れる」の時代であったが、90 年代半ば以降、世界的にモノの供給過剰になっており、「良いモノでも売れない」時代に突入したのである。その中で、日系企業は「日本で売れるモノはアジアで絶対に売れる」と思いがちであるしたがって、アジア向けの商品企画を積極的に行ってこなかった。例えば、携帯電話を例にとってみると、ショートメールを送る機能が付いているが、日本製の携帯電話には、中国語企画、タイ語企画、韓国語企画などアジアバージョンのないものが多い。

一方、米系企業のアジア・中国戦略をみると、90 年代後半の IT ブームを契機に大きく挽回している。今やマイクロソフト、GM など米国を代表する企業は、中国に本格的な研究・開発 (R&D) センターを設置している。モトローラの携帯電話はなぜ中国で売れるのか。その理由は優れた技術のほかに、中国企画になっているからである。

中国は 2001 年 12 月の WTO 加盟を契機に、「世界の工場」と化している。その中で、中国は積極的にアセアンを中心とするアジア諸国との自由貿易協定 (FTA) の交渉を推進し、経済外交を活発化させている。中国とアジア諸国との経済的相互依存関係の強化は、域内における資源配分の効率化と持続的な経済成長に大きく貢献する。1997 年 7 月タイバーツの暴落を発端とするアジア通貨危機は、我々に種々の教訓を与えてくれた。米国への輸出に依存した経済成長は不安定なものであり、経済成長を持続させるためには、アジア域内の相互依存、域内貿易の促進、域内 common market (共通市場) の育成といったアジア諸国の連携強化が求められている。現状において、アジア域内の経済連携は強化される方向にあるが、種々の課題を抱えていることも事実である。

例えば、アジア域内貿易の多くは依然として米ドルを決済通貨としており、域内貿易が拡大しているにもかかわらず、アジア通貨の為替制度をみると、中国 (実質的にドルペッ

グ)、香港(カレンシーボード)、シンガポール(カレンシーボード)、マレーシア(ドルペッグ)など主要な通貨は、ドルに対して固定されている状況にある。アジア通貨が米ドルに固定されている状況は、対米輸出の拡大に寄与すると思われるが、逆に、アジア域内の貿易促進が阻害される可能性がある。というのは、ドルペッグ制において「域内における部品調達→中国における組立て→米国への輸出」という戦略が明確に打ち出されているが、いわゆるアジアの共通市場の拡大策は逆に見えてこない。

以上のような文脈の中で、人民元が切り上げられた場合、それは日米両国の企業にどのような影響を与えるかについて検討してみよう。

日米の企業にとっては、人民元の切り上げによるメリット、またはデメリットについて一概には言えない。「中国以外の国・地域における部品調達+中国国内販売」の企業にとって、元相場の上昇は大きなメリットを意味する。日米の企業の中にこのようなビジネス・モデルをもとに戦略展開の企業が多く存在する。「中国国内における原材料調達+海外輸出」の企業にとって元の切り上げは輸出コストの上昇を意味し、不利益を被ることになる。日中の中で貿易摩擦を引き起こしている加工食品、農産物、衣料品などの生産を行っている日系企業がこれに該当する。「海外から原材料調達(一部現地調達)+中国地場企業に生産委託+輸入」、いわゆるユニクロ・モデルは、元の切り上げが人件費の上昇で中国へのアウトソーシングのメリットが低減するものと予想される。

しかし、人民元の切り上げによる日米企業への影響を予測し、中国ビジネスのメリットが低減するとしても、即座に中国戦略を見直して、工場を畳んで撤退することは考えにくい。何故ならば、多くの外資系企業にとって、中国は「世界の工場」から徐々に「世界の市場」に変身しつつあるからである。自動車はその好例といえる。これまでのところ、日本の自動車メーカーは、中国におけるモータリゼーションはもっと先になるとして積極的に投資を行ってこなかった。他方、ヨーロッパ(ドイツメーカー)、アメリカ(GM)の投資は成功を収めている。このため日本メーカーも本格的に取り組み始め、ここ1、2年大きく躍進している。ホンダ(広州)、日産(武漢)、トヨタ(長春、天津、四川、広州)と生産体制が強化されようとしている。

国家統計局の発表によると、都市部家計の自家用車の保有は1%程度である。この数字は何を意味しているのだろうか。都市部家計において100世帯あたり1台の自動車しか保有していないということは、確かにモータリゼーションが未だ起きていないといえると同時に、中国市場参入の後発組の日本にとっては、逆にこれからがチャンスともいえる。

これまで、外国企業は中国市場参入にあたり、外国為替リスクを考慮しなくても安心して投資できた。実は、多くの日本企業は元の為替調整を想定してこなかった。今後、日本企業にとっては、人民元の為替調整に伴う為替リスクの拡大に向けたリスク管理能力の強化と体制作りが重要な作業といえる。

8. 人民元為替政策に影響を与える香港経済の動向

人民元の為替政策を考える際、忘れられがちなのは香港経済の存在である。

香港は、1997年7月1日、イギリスの植民地統治から中国の「一国二制度」の統治に変わった。しかし、香港にとって不運だったのは、中国に返還された翌日の7月2日にアジア通貨危機が勃発したことである。アメリカのヘッジファンドを中心とする国際金融投機筋の攻撃により、タイ、マレーシア、インドネシア、韓国、フィリピンなどのアジア諸国の通貨は軒並み暴落した。これらの国々は自国通貨の防衛のために、政府が保有する外貨準備をほぼ使い果たし、タイ、インドネシア、韓国の経済は破綻寸前にまで追い込まれた。このような大きな流れの中で、香港もアジア通貨危機の荒波に巻き込まれ、カレンシーボードによる米ドルに対する固定相場制こそ維持できたが、不動産価格の暴落がデフレを深刻化させ、失業率も急上昇した。米ドルペッグにより金利政策の実施は事実上できないことから、香港政府は経済振興のために、財政出動に踏み切った。その結果、デフレ振興と雇用の悪化に加え、財政赤字も膨らんだ（2002年財政赤字のGDP比5.3%、表9参照）。

表9 香港、中国と日本の経済指標

	香 港	中 国	日 本
実質 GDP 伸び率	2.3	8.0	0.3
名目 GDP 伸び率	-0.7	6.7	-1.3
消費者物価指数	-3.0	-0.8	-0.8
財政収支/GDP	-5.3	-3.0	-4.5
為替制度	83 年から米ドルに固定、カレンシーボード	管理変動相場制だが、実質的に米ドルに固定	変動相場制

資料：R&I

香港経済の不況の原因は、構造的な問題と政策運営の失敗によるものといわれる。これまで、香港経済の強みは自由な市場経済にあり、国際的な金融センターと物流サービス・センターであった。しかし、近年、中国経済の台頭により、かつて香港を経由していた貨物は、上海など国内の港湾から直接海外に送られるようになった。また、外資にとって香港は中国への投資の窓口であったが、中国のWTO加盟をきっかけに、中国への投資について香港を経由する意味はなくなりつつある。

このような文脈で考えれば、香港経済は不況にある中で、人民元が過小評価されているとの認識から、香港住民は香港ドル建ての資産よりも、人民元建ての資産を増やすものと予想される。現に、大陸からの旅行者によって持ち出され、香港で流通している人民元は800億ドルという巨額な規模に上るとみられる。また、香港の土産店やコンビニエンスストアなどで、人民元による買い物ができるようになっている。言い換えれば、香港における2重通貨制が徐々に浸透している。

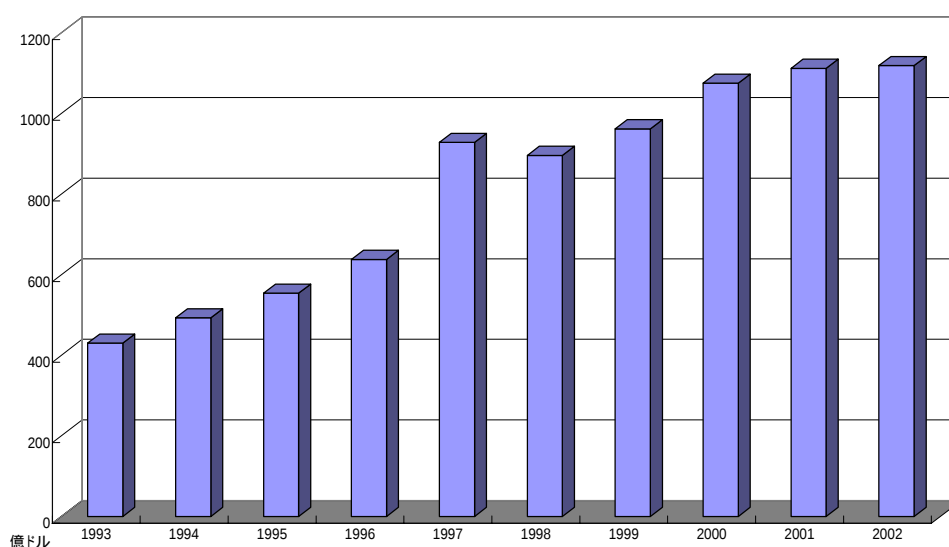
香港における人民元の存在をみると、中期的に考えれば、人民元が香港ドルを駆逐する日はそれほど遠くないような気もする。

中国にとって香港ドルの取り扱いはいくつかの経済学の領域を遥かに超えた問題である。というのは、97年の香港返還において、香港住民との約束で返還後50年間「一国二制度」が堅持さ

れることになった。この二制度には、通貨を巡る諸制度も含まれる。中国は安易に香港ドルを吸収し、人民元を香港で流通させることはできない。もう一つの事情は台湾問題である。台湾の立場に立って考えれば、香港が中国に返還されてから深刻な不況に見舞われていることを理由に、中国との平和統一を拒絶する口実になる。また、一国二制度が約束通りに守らなければ、台湾島内の独立派に独立に向けた口実を与えることになる。したがって、中国にとって、香港ドルを残して人民元の為替調整を行うことは政治的にリスクが大きすぎるのである。

2003 年に入って中国政府は香港経済を振興させるために、香港との自由貿易協定に当たる CEPA (Closer Economic Partnership Arrangement) 協定を前倒して締結し、同時に、香港の銀行に対して人民元業務 (両替、預金、決済など) を認める決定をした。

図 7 香港の外貨準備の推移 (1993 ~ 2002 年、末残)



資料：IMF

今、香港は 1,000 億ドルを超す外貨準備を保有している。短期的に考えれば、香港経済が危機に陥り破綻することは考えにくい。しかし、香港経済の構造問題、すなわち、製造業とサービス業の中国へのシフトにより、香港経済の空洞化はいっそう進むものと予想される。その中で、中期的に考えられるのは、香港経済と中国華南地域経済との一体化がいっそう進展し、香港を中心とする大きな経済圏の誕生である。HSBC のエコノミストの予測によれば、2006 年に香港の人民元残高は 1,500 億に達し、2010 年には 3,000 億元になる可能性が示されている。このような状況から判断すれば、人民元が香港ドルを駆逐してしまう日は遠くないかもしれない。

総じていえば、中国政府は、香港経済の今後の成り行きを視野に入れながら、国内の金融制度改革を進めつつ、慎重に人民元のハードカレンシー化を推進することになると思われる。

終わりに - 人民元為替調整の展望

中国経済は大きな節目を迎えつつある。

80年代から90年代にかけて、漸進主義的な「改革・開放」政策を実施し、大きな成果がみられた。2000年の国内総生産は「改革・開放」政策当初の4倍以上に拡大し、国際社会において中国経済のプレゼンスは「脅威」といわれるまで高まった。また、国内経済規模の拡大を背景に、中国は次なる有望な市場として注目され、世界から直接投資が集中している。世界経済が不況に見舞われる中で、中国は独り勝ちの様相を呈している。その中で、中国はアジア諸国との経済連携を強化するために、自由貿易協定の交渉を積極的に進めている。これはいわゆる中国経済の光の部分である。

一方、中国経済を取り巻く陰の部分も忘れるはならない。経営不振の国有企業、非効率な金融システム、拡大する所得格差、農民・農業問題、エネルギー不足など種々の構造問題は、まさに中国にとって経済発展を制約するリスク要因である。これらのリスク要因をクリアしないかぎり、中国経済はスムーズに発展していけない。

中国経済は光と陰という二つの相違矛盾する側面を抱えながら、紆余曲折を経て成長経路を辿ってきたが、今後、中国経済を取り巻く不確実性はさらに増幅するものと思われる。

一方、国際社会における中国経済のプレゼンスの高まりを背景に、国際社会から中国に対してさらなる市場開放を求める声が強まっている。人民元の為替問題はまさにその典型といえる。中国の輸出競争力を考えれば、人民元を若干切り上げて問題はないと思われるが、脆弱な金融システムと国有銀行が抱える巨額の不良債権を考えれば、為替調整と資本市場の開放は先送りせざるを得ない。

人民元為替調整の展望について、WTO加盟のコミットメントで約束されている2007年の市場開放までには、国有商業銀行の改革と不良債権処理に目処をつける必要がある。そのためには、2004～05年に国有商業銀行に対して資本増強を行う必要があり、国家財政による再度の資本注入（1998年一回目の資本注入、2,700億元）が行われる公算が強い。また、国有資産管理会社による再度の不良債権買い入れも十分に考えられる。これらの「外科手術」を経て、2005～06年に国有商業銀行の株式上場が実現されることになる⁷。

他方、資本市場については、QFII（適格な外国機関投資家）とQDII（適格な国内機関投資家）の導入によって条件付きの市場開放が行われる。2007年までは、国際資本移動に対する厳しい監視を続けるだろうが、その経験を踏まえ、2008年の北京オリンピック前後において資本取引規制を緩和する可能性が高い。実際、資本市場の完全開放が実現されるのは、2010年の上海万国博覧会開催以降になる可能性が高い。

このような一連の制度改革と市場開放のスケジュールに会わせて、人民元の為替調整が徐々に実施されると予想される。1997年のアジア通貨危機の教訓から、中国が資本市場の開放を急ぐことは考えにくい。現実的に考えれば、資本取引規制を温存しつつ、2007年

⁷ 国有銀行の株式上場は当初4行が一斉に上場するとされていたが、最近、条件の整った銀行を先に上場させる案が浮上している。その有力な候補として、中国銀行と建設銀行があげられている。

の銀行市場開放と前後して、人民元の為替相場変動幅を現在の 1%未満から 5%に拡大することが十分にありうる。Goldstein & Lardy によって円・ドル・ユーロから通貨バスケットへのペッグが提案されているが、中国の国際貿易の決済通貨がほとんど米ドルである現状から、通貨バスケット・ペッグへの制度変更は可能性として低い。なお、人民元の完全自由兌換、すなわち、ハードカレンシー化は、資本市場開放の進捗状況を見ながら進められるものと予想される。こうした中で、人民元の為替水準については、国際収支の黒字が維持されている状況から判断すれば、人民元高の圧力がかかる。しかし、為替相場は切り上がるかどうかについては、国際収支のほかに、内外の資本移動や中国経済の先行きなど不確定要因も多い。それよりも、日系企業は、人民元の為替相場の水準を「占う」のではなくて、これまでの投資の中で考慮してこなかった人民元の為替リスク・マネジメントの体制作りを急ぐことが求められている。

付論 1：マクロ経済の視点から見た中国経済の問題

ここで、中国経済の構造上の問題について考察してみよう。

マクロ経済学のテキストに書かれている経済成長の均衡式 $Y=I+C+Ex-Im$ (Y : 国内総生産、 I : 投資、 C : 消費、 Ex : 輸出、 Im : 輸入) は、次のように書き換えることができる。

$$Y-C=I+Ex-Im$$

$Y-C=S$ (S : 貯蓄) であるため、上の式を次のように書き換えることができる。

$$S-Y=Ex-Im$$

この式は一般的に two-gap 均衡式と呼ばれる。ここで、 S を S_d (国内貯蓄) と S_f (海外貯蓄) に分けることができる。ここの S_f は、外国直接投資と対外債務を中心とする対外資金調達である。すなわち、

$$S_d + S_f - I = Ex - Im$$

中国の場合、経常収支は黒字であることから、上の式を次のように書き換えることができる。

$$S_d + S_f - I > 0, \quad \text{すなわち、} \quad S_d + S_f > I \quad \text{ということになる。}$$

不等式 $S_d + S_f > I$ の意味するところは、投資需要 (I) を上回る外資の流入 (S_f) が生じるが、貯蓄 ($S=S_d + S_f$) が投資に十分に充てられない以上、マクロ経済学的な限界生産性は向上しない。この点はほとんどの途上国において見られる問題であり、その主因は国内の脆弱かつ非効率な金融システムにある。

これまでのところ、中国の対外資金調達 (S_f) は主として外国直接投資 (FDI) であるため、ソルベンシー (債務返済) の問題が生じない。しかし、2003 年に入って、中国の対外資金調達について異変が起きている。1~6 月の対外債務は急増し、6 月までの対外債務残高は 1,825 億ドルに達し、前年末に比して、140.3 億ドル (うち、短期債務 112.1 億ドル) も増加した。しかも、外債のうち、短期債務は 641 億 9,000 万ドルにのぼり、外債全体に占める割合は 35.2%と、25%の警戒水準を大きく上回った。

政府が保有する外貨準備が 4,000 億ドル超という状況から判断すれば、中国の対外債務返済に問題が生じ、即債務危機に陥ることは考えにくい、短期債務は 35% という高水準に達しているため、今後、政府の債務管理のあり方について改めて問われることになる。

表 6 貯蓄率と投資率の推移（1995～2002 年）

	1995	1998	1999	2000	2001	2002
国内貯蓄率 (S_d)	42.5	40.8	39.4	38.9	38.5	39.4
海外調達 (S_f)	6.4	5.8	4.9	4.6	4.9	5.2
$S_d + S_f$	48.9	46.6	44.3	43.5	43.4	44.6
投資率 (I)	40.8	37.7	37.4	36.3	39.0	41.0

資料：ADB “Key Indicators 2003”

付論 2：TNI 指数でみた日米中のグローバル企業の対外依存度

ここでは、日米中グローバル企業の投資戦略について TNI 指数によって考察することにする。TNI 指数は、海外資産ウェイト（海外資産 ÷ 総資産）海外売上ウェイト（海外売上 ÷ 売上総額）外国人従業員ウェイト（外国人従業員 ÷ 全従業員）の平均により、企業の対外依存度を測る指標である。

1) グローバル企業の業種構成から見た日米中の産業構造の特徴

当該 3 カ国のグローバル企業トップ 10 の業種から、その産業構造の特徴が浮き彫りになる。日本では自動車、電気製品と半導体の輸出が経済成長を牽引するエンジンになっている。グローバル企業 10 社のうち、8 社は製造業である。具体的に、エレクトロニクスが 4 社、自動車が 3 社、タイヤ製造が 1 社という構成になっている。

表 1 日米中のグローバル企業の対外依存度

日 本 (2000 年)	TNI %	アメリカ (2000 年)	TNI %	中 国 (2001 年)	TNI %
ブリッジストーン	65.91	ExxonMobil	67.69	中国糧油進出口集团公司	41.62
ホンダ技研	59.46	Coca-Cola	66.96	中国石化進出口集团公司	39.37
ソニー	57.18	Carnival	64.69	中国遠洋運輸集团公司(COSCO)	30.92
日産自動車	44.59	McDonald's	61.77	中国海洋石油总公司	27.47
キャノン	40.92	IBM	53.49	中国建築工程总公司	26.82
日商岩井	39.73	Pfizer	51.08	中国五金鉱産進出口总公司	19.13
松下電器	39.26	Dow Chemical	48.27	中国港湾建設集团总公司	17.99
トヨタ自動車	35.00	Chevron Texaco	47.23	海爾集团公司	8.77
富士通	31.67	Conoco	44.52	首都鉄鋼集团公司	8.76
丸紅	29.28	Motorola	44.07	中興通信	5.92
平均	44.37	平均	54.98	平均	22.65

資料：UNCTAD

それに対して、アメリカは世界最大のエネルギー消費国であるが故に、石油関連企業がトップ 10 に名を連ねている。エレクトロニクスについては、シロモノ家電ではなく、PC 関連の IBM と通信機器メーカーのモトローラが上位に来ている。石油会社は 3 社、エレクトロニクスは 2 社、その他サービス関連については、観光、食品、レストランチェーン、

製薬と化学はそれぞれ 1 社という構成になっている。

一方、中国のグローバル企業のほとんどは国有企業である。そのなかで、食糧、石油化学、鉱物などの輸出入を行う専門商社は 3 社、港湾建設などインフラ整備関連の建設業は 2 社であるが、その他については、運輸、石油、鉄鋼、通信、家電は 1 社ずつという構成になっている。中国のグローバル産業の業種構成は、政府の産業政策の結果であり、そのほとんどは政府が指定した「重点企業」である。

2) TNI で見た 3 カ国グローバル企業の対外依存度

ここで、当該 3 カ国のグローバル企業の対外依存度を TNI 指数で考察し、その海外投資戦略の違いを探る。

3 カ国のグローバル企業トップ 10 の対外依存度を表す TNI 指数の平均値については、アメリカが 54.98%、日本が 44.37%、中国が 22.65%とほぼ予想通りの結果といえる(表 1)。次に、海外資産シェア、海外売上シェア、外国人従業員シェアをみると、当該 3 カ国グローバル企業の海外戦略の違いも明らかになってくる(表 2)。

日本企業の場合は、海外投資の基本は再輸出を目的としているため、海外売上シェア(10 社平均)は 3 つの指標のなかでもっとも高く 49.05%に達する。また、海外での製造過程において大量の外国人労働者を雇用する関係で、外国人従業員比率は 43.36%に上る。それに対して、海外での資産シェアは相対的に低く 37.59%であった(2000 年)。

アメリカ企業の対外依存度は日本企業より高くなっており、そのなかで、海外資産シェアはもっとも高く 59.09%であった。全従業員に占める外国人従業員の割合も 57.35%と高い水準にある。海外売上シェアは 3 つの指標のなかで比較的低く 48.49%であった(いずれも 2000 年)。

一方、中国のグローバル企業をみると、海外資産シェアはもっとも高く 35.60%であった。また、日本企業に似ているところとして、その輸出促進戦略を背景に、海外での売上の割合は 29.62%と高いレベルにある。しかし、中国のグローバル企業は海外での生産活動をほとんど行わないため、外国人従業員の割合はわずか 2.81%しかない(2001 年)。

表 2 日米中グローバル企業の海外資産比率、海外売上比率と外国人従業員比率(%)

	海外資産比率	海外売上比率	外国人従業員比率
日 本	37.59	49.05	43.36
アメリカ	59.09	48.49	57.35
中 国	35.60	29.62	2.81

資料：UNCTAD

以上の分析を総括すると、日本企業の海外投資に関して「現地化が遅れその結果業績が悪い」という見方は、TNI 指数で考察したかぎりでは必ずしも正しいものとはいえない。再輸出を目的とする投資においては、外国人従業員比率はかなり高まっている。重要なのは、今後、現地生産・現地販売という新たなグローバル戦略を遂行するうえで、海外現地法人の意思決定やマーケティング戦略の効率化を図るマネージャー層の現地化である。

年表 中国の外国為替管理制度の変遷

- 1979 年 外貨留保制度の導入
- 1979 年 3 月 国家外貨管理局の設立
- 1980 年 4 月 外貨兌換券の発行開始（中国銀行）
国際通貨基金（IMF）に加盟
- 1980 年 10 月 国营企業などに向けた外貨調整業務の開始
- 1980 年 12 月 「外貨管理暫定条例」の公布・施行
- 1981 年 二重相場制の導入
観光客向けレート 1 ドル = 1.5 元
貿易決済レート 1 ドル = 2.8 元
- 1985 年 1 月 二重為替相場制の廃止、為替レート一本化
- 1988 年 全国に外貨調整センターのネットワーク化
- 1988 年 対外貿易請負制の導入
- 1990 年 人民元レートは 85 年の 2.8 元から 5.22 元に切下げ
- 1991 年 対外貿易補助制度の導入
- 1993 年 11 月 社会主義市場経済建設の宣言
- 1994 年 1 月 外貨兌換券の廃止（94 年末まで流通）
公定レートの廃止（市場レート 1 ドル = 8.7 元）
- 1994 年 4 月 上海に（銀行間）外貨取引センター開設（取引通貨：ドル、香港ドル）
- 1994 年 8 月 輸入外貨支払検査制度の導入
- 1995 年 3 月 日本円は外貨取引センターの取引通貨
- 1996 年 12 月 経常収支に関する外貨取引の自由化（IMF8 条国）
- 1997 年 1 月 「外貨管理条例」公布・施行
- 1997 年 7 月 アジア通貨危機
- 2000 年 2 月 「人民元管理条例」公布・施行
- 2001 年 12 月 世界貿易機関（WTO）に加盟
- 2002 年 4 月 ユーロは外貨取引センターの取引通貨
- 2002 年 11 月 ASEAN との自由貿易協定締結に向けた協議開始
- 2002 年 12 月 QFII（適格外国機関投資家）による国内株式投資の許可
- 2003 年 1 月 「外債管理暫定弁法」公布・施行